

三季度经济数据点评： 下行压力仍存，无需过度悲观

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿 一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56800141
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 四季度经济下行压力仍存，但无需过度悲观

9 月份的经济数据表现为生产和消费出现回升，固定资产投资略微下降，但 9 月数据的好转难以对冲 7 月和 8 月数据的低迷，三季度 GDP 同比增速下行至 6%，低于市场预期。今年以来，经济数据季末效应显著，9 月、6 月和 3 月都显著好于每个季度的前两个月，但季末效应的改善幅度也在递减，这意味着经济依然存在下行压力。

从三大需求来看，消费和投资对 GDP 累计增速的拉动与上半年基本持平，净出口对 GDP 累计增速的拉动下降 0.1 个百分点，但与去年相比，净出口依然是 GDP 增速的重要支撑。展望四季度，“衰退型”顺差对经济仍有一定的支撑。房地产行业虽然处于下行周期，但短期受房地产企业加快销售推盘以及年底集中交房加快施工，房地产投资将保持韧性，短期断崖式下跌的概率较低。伴随着基建投资增速的反弹以及汽车消费由于低基数的边际改善，四季度经济虽然存在下行压力，但下行幅度可能较为缓和，预计四季度 GDP 增速为 5.9%。结合最新的物价数据，受猪肉价格的影响，CPI 破 3 后仍有上行压力。当前的货币政策面临着“经济温和下行和 CPI 结构性通胀”的组合，四季度货币政策宽松的节奏料将较为审慎。

■ 9 月工业增加值增速反弹，三季度整体走低

9 月工业增加值增速 5.8%，较 8 月的 4.4%回升了 1.4 个百分点，但是从累计增速的角度来看，三季度工业生产仍弱于上半年。今年的工业增加值存在明显的季度末效应，3 月、6 月和 9 月都较季度初的前两个月出现明显的反弹，但反弹的力度也在逐渐趋弱，9 月的工业增加值增速 5.8%低于 6 月的 6.3%和 3 月的 8.5%。

9 月份工业增加值增速提升原因有三点：其一，去年 9 月的基数相对较低；其二，9 月份一部分企业有加快生产销售的计划安排；其三，贸易环境边际好转带动出口交货值增速回升。

■ 1-9 月投资累计增速延续小幅下滑，制造业投资是主要拖累

1-9 月固定资产投资累计增速 5.4%，较 1-8 月小幅下滑 0.1 个百分点，连续 3 个月下滑。投资增速下行主要受到制造业的拖累，房地产投资增速持平，基建投资增速延续反弹。制造业投资属于顺周期行为，减税降费以及增加对制造业行业中长期贷款有助于缓解制造业的经营压力，但在总需求回落背景下，制造业投资料将保持低位徘徊。

9 月房地产投资持平，主要是受到土地购置的边际修复以及施工面积增速韧性较强。房地产销售面积和销售额累计同比增速受地产商加速推盘的影响连续三个月回升，房地产开发资金来源增速受自筹资金和定金及预付款增速的回升也出现反弹，只有房地产新开工继续小幅下行。

■ 9 月消费增速小幅反弹

9 月社零消费增速小幅反弹 0.3 个百分点至 7.8%，汽车消费依然是重要拖累。随着各城市对放松汽车限购的落实以及二手车市场加快流转的推广，这一定程度上有助于缓解汽车消费的持续下滑。短期来看去年四季度汽车消费的低基数也会汽车消费产生一定的支撑。针对消费的低迷，我国也采取一系列举措，不过受限于居民杠杆率的高企以及居民收入增速的低位徘徊，消费增速在短期内难以大幅反弹。

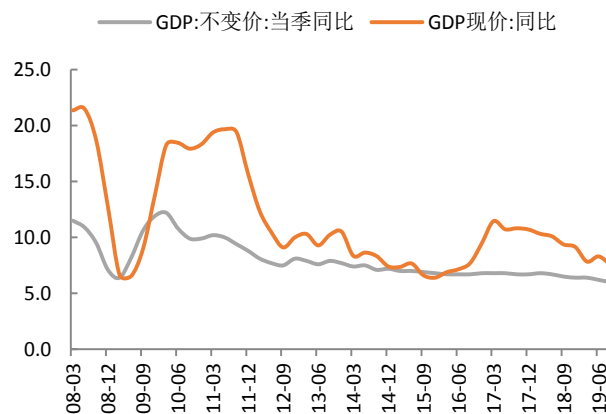
一、三季度 GDP 增速继续下滑

今年三季度 GDP 增速 6.0%，较二季度的 6.2% 下滑 0.2 个百分点，GDP 增速连续两个季度下行。前三季度 GDP 累计增速 6.2%，较去年全年的 6.6% 下滑 0.4 个百分点。三大需求中，消费和投资对 GDP 累计增速的拉动与上半年基本持平，分别为 3.8% 和 1.2%，净出口对 GDP 增速的拉动下降 0.1 个百分点至 1.2%。与去年相比，消费和资本形成对 GDP 的拉动均明显减弱，净出口是今年 GDP 增速的重要支撑。

今年以来，虽然全球经济下行压力逐渐增大以及中美互加关税的负面影响逐渐体现，但受“抢出口”因素的支撑，出口增速的下行一直低于进口增速的下降，导致“衰退型”顺差对 GDP 增速产生重要支撑。从最新的贸易数据来看，“抢出口”因素对出口的支撑逐渐减弱，我国出口增速仍面临着多重不利因素的叠加，出口增速仍有下行压力。但受国内总需求回落压力，进口增速料将保持低位震荡。短期来看，出口增速可能依然强于进口，这意味着“衰退型”顺差对经济仍有一定的支撑。

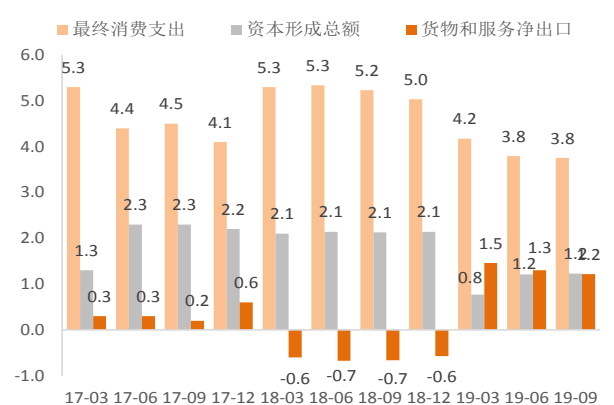
另外，房地产行业虽然处于下行周期，但短期受房地产企业加快销售推盘以及年底集中交房加快施工，房地产投资料将具有一定的韧性，短期断崖式下跌的概率较低。伴随着基建投资增速的反弹，四季度经济虽然存在下行压力，但幅度较为缓和，预计四季度 GDP 增速为 5.9%。

图表1 GDP 增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 三大需求对 GDP 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、9 月工业增加值增速反弹，三季度整体走低

今年 9 月工业增加值增速 5.8%，较 8 月的 4.4% 回升了 1.4 个百分点，但是从累计增速的角度来看，三季度工业生产仍弱于上半年，今年 1-9 月工业增加值累计增速为 5.6%，比上半年 6.0% 的累计增速下滑 0.4 个百分点。今年的工业增加值存在明显的季度末效应，3 月、6 月和 9 月都较季度初的前两个月出现明显的反弹，但反弹的力度也在逐渐趋弱，9 月的工业增加值增速 5.8% 低于 6 月的 6.3% 和 3 月的 8.5%。

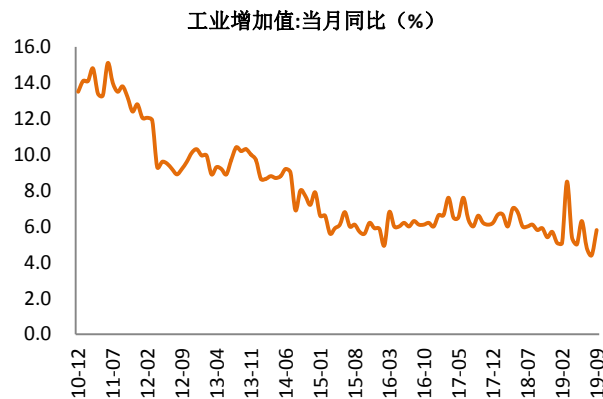
从单月来看，9 月份三大门类行业的工业增加值同比增速出现不同程度的回升，其中采矿业回升 4.4 个百分点至 8.1%，回升的幅度最大；制造业回升 1.3 个百分点至 5.6%，电热燃气和水生产供应与上月持平。根据国家统计局的发言，9 月份工业增加值增速提升原因有三点：其一，去年 9 月的基数相对较低；其二，9 月份一部分企业有加快生产销售的计划安排；其三，贸易环境边际好转带动

出口交货值增速回升。不过，值得一提的是，汽车行业增加值受汽车产量同比增速大幅下滑的影响，9月汽车工业增加值也大幅下降3.8个百分点至0.5%。

从季度视角来看，三季度三大行业工业增加值较上半年变化不一。具体来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增速为4.6%高于上半年3.5%，1-9月制造业工业增加值累计同比增速为5.9%低于上半年6.4%，1-9月电热燃气和水生产供应工业增加值累计同比增速为7.0%低于上半年7.3%。采矿业连续两个季度走强，制造业和电热燃气和水生产供应连续走弱。

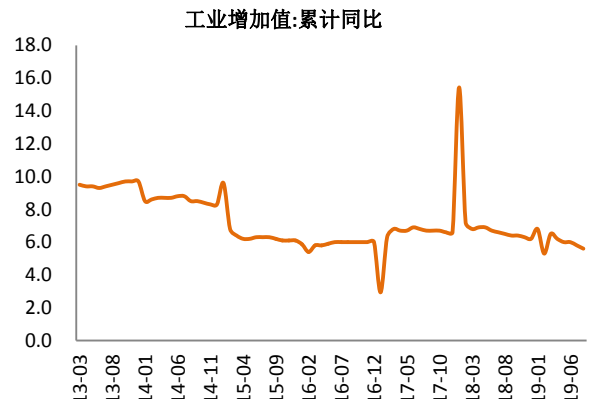
考虑到总需求的低迷以及工业企业利润增速低位震荡徘徊，工业增加值总体将继续在波动中维持弱势。短期预计10月单月的工业增加值增速继续下行至4.1%。

图表3 工业增加值当月增速走势(%)



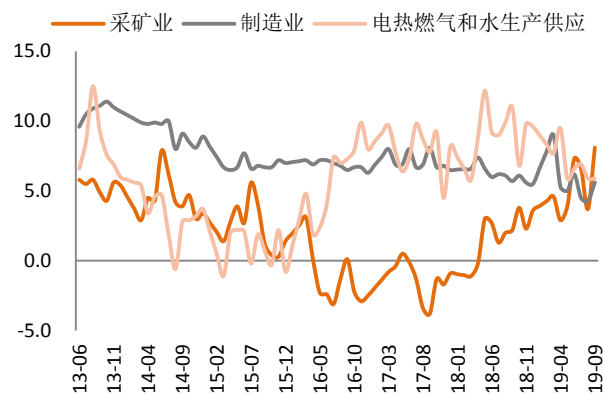
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 工业增加值累计增速走势(%)



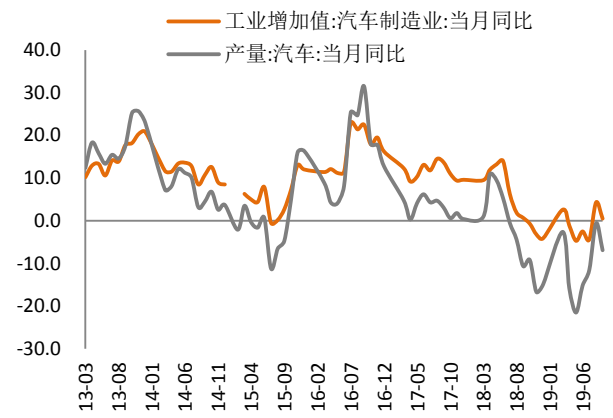
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 三大门类工业增加值增速走势(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 汽车制造业增加值同比增速走势(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 1-9 月投资累计增速延续小幅下滑

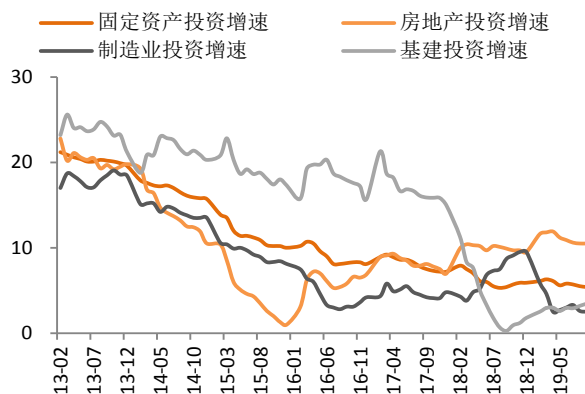
今年1-9月固定资产投资累计增速5.4%，较1-8月小幅下滑0.1个百分点，连续3个月下滑。投资增速下行主要受到制造业的拖累，房地产投资增速持平，基建投资增速延续反弹：1-9月房地产投资累计增速10.5%，在连续4个月下滑后，出现企稳；9月制造业投资累计增速小幅回落0.1个

百分点至 2.5%；不含电力的基建投资累计增速延续反弹趋势，反弹 0.3 个百分点至 4.5%，这意味着基建投资在逐渐发力。

9 月房地产投资持平，主要是受到土地购置的边际修复以及施工面积增速韧性较强。具体来看，9 月土地购置面积和土地成交价款累计同比增速分别为-20.2%和-18.2%，虽然处于下行趋势，但下行幅度较上月有所缓和，延续边际改善态势。9 月房屋施工面积累计同比 8.7%，较上月小幅下行 0.1 个百分点。其它重要分项中，房地产销售面积和销售额累计同比增速受地产商加速推盘的影响连续三个月回升，房地产开发资金来源增速受自筹资金和定金及预付款增速的回升也出现反弹，只有房地产新开工继续小幅下行。整体来看，房地产行业从趋势上已经处于下行周期，房地产投资增速料将继续下行，但下行的幅度和节奏短期受加快销售回笼资金以及年末集中交房加快施工的影响还有韧性，当竣工率连续大幅回升之后，房地产投资可能会出现较大幅度的下行。

制造业投资属于顺周期行为，减税降费以及增加对制造业行业中长期贷款有助于缓解制造业的经营压力，但在经济整体存在较大下行压力下，制造业投资料将保持温和下行态势。基建投资一直是本轮经济下行稳增长的重要抓手，但受减税降费举措以及对地方政府隐性债务加强监管的影响，地方政府财政收入受到一定影响，基础设施投资增长一直低于市场预期。随着国家要求加快地方债资金的使用以及可能将 2020 年地方债的部分额度提前在今年四季度发行，并放松地方债作为项目资本金的要求，预计四季度基建投资将有可能显著反弹。我们预计 1-10 月固定资产投资增速小幅回落至 5.1%。

图表7 固定资产投资增速走势（%）



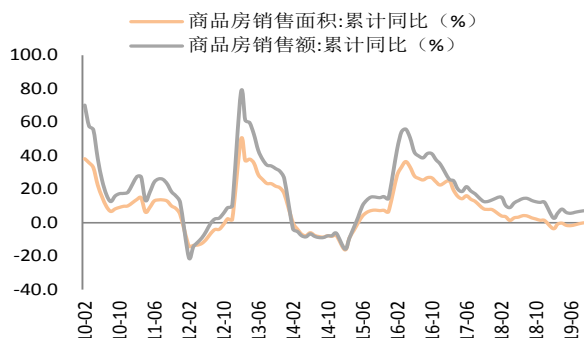
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 基建三大子行业增速走势（%）



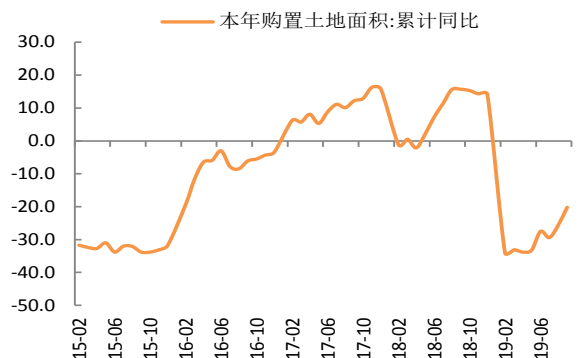
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 商品房销售面积与销售额增速（%）



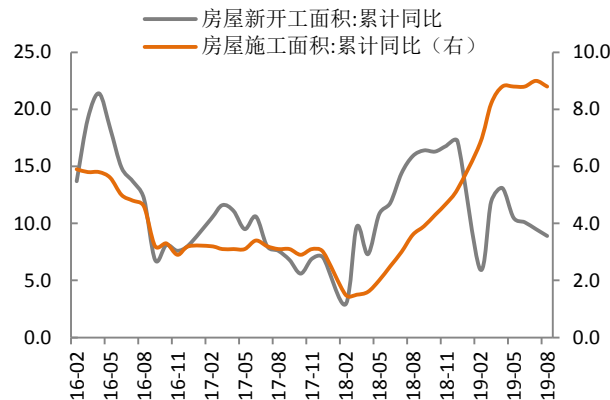
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 购置土地面积累计增速（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 房屋新开工与施工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 房企资金来源增速 (%)



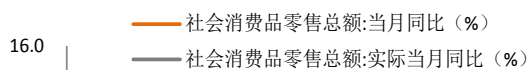
资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、9月消费增速小幅反弹

9月社零消费增速小幅反弹0.3个百分点至7.8%，实际消费增速小幅反弹0.2个百分点至5.8%。具体分类来看，汽车消费依然对消费产生拖累，不过受去年低基数效应的影响汽车消费降幅比8月份大幅收窄5.9个百分点至-2.2%。房地产相关消费（家具、家电、建材）增速整体呈现一定幅度的改善，这可能跟房地产竣工增幅有所回升有关。日用品类消费增速基本持平，但化妆品消费一直比较强劲，本月上升0.6个百分点至13.4%。

总体来看，汽车消费依然是拖累我国消费增速的主要因素，随着各城市对放松汽车限购的落实以及二手车市场加快流转的推广，这一定程度上有助于缓解汽车消费的持续下滑。短期来看去年四季度汽车消费的低基数也会对汽车消费产生一定的支撑。针对消费的低迷，我国也采取一系列举措，不过受限于居民杠杆率的高企以及居民收入增速的低位徘徊，消费增速在短期内难以大幅反弹。预计10月消费增速7.8%，与9月持平。

图表13 社零消费增速走势 (%)



图表14 汽车类消费增速走势 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9544

